

Title	金融リスクに対応した最適な貿易・直接投資戦略
Sub Title	Optimal trade and direct investment strategy in response to financial risks
Author	鶴, 光太郎(Tsuru, Kotaro) 細野, 薫(Hosono, Kaoru)
Publisher	
Publication year	2014
Jtitle	科学研究費補助金研究成果報告書 (2013.)
JaLC DOI	
Abstract	世界金融危機は、輸出を通じる「貿易リンケージ」と流動性資産保有を通じる「流動性チャンネル」の双方のチャンネルを通じて、輸出依存が高く、流動性資産の乏しい日本企業の株価と業績に大きな悪影響を与えた。一方で、株価と企業業績とで、双方のチャンネルの影響度に違いがあり、株価は「流動性チャンネル」の、企業業績は「貿易リンケージ」の影響が大きいことが分かった。雇用についても、輸出依存が高く、流動性資産の乏しい企業ほど派遣労働者の圧縮を行った。 We investigate the international transmission of the financial crisis in 2008-2009 to Japanese firms by examining both the stock price responses to the crisis events and the changes in operating performance subsequent to the crisis. Both the stock price responses and ex-post operating performance consistently indicate that the crisis hit Japanese firms through the trade and liquidity channels. We also find that firms with a higher exporting ratio, a lower liquidity to asset ratio decreased their temporary agency worker ratio to a greater extent after the crisis. The result suggests that temporary agency workers serve as a buffer to demand shocks.
Notes	研究種目：基盤研究(C) 研究期間：2011～2013 課題番号：23530310 研究分野：社会科学 科研費の分科・細目：経済学・応用経済学・国際経済学
Genre	Research Paper
URL	https://koara.lib.keio.ac.jp/xoonips/modules/xoonips/detail.php?koara_id=KAKEN_23530310seika

慶應義塾大学学術情報リポジトリ(KOARA)に掲載されているコンテンツの著作権は、それぞれの著作者、学会または出版社/発行者に帰属し、その権利は著作権法によって保護されています。引用にあたっては、著作権法を遵守してご利用ください。

The copyrights of content available on the Keio Associated Repository of Academic resources (KOARA) belong to the respective authors, academic societies, or publishers/issuers, and these rights are protected by the Japanese Copyright Act. When quoting the content, please follow the Japanese copyright act.

平成 2 6 年 6 月 9 日現在

機関番号： 3 2 6 1 2

研究種目： 基盤研究(C)

研究期間： 2011 ~ 2013

課題番号： 2 3 5 3 0 3 1 0

研究課題名（和文）金融リスクに対応した最適な貿易・直接投資戦略

研究課題名（英文）Optimal trade and direct investment strategy in response to financial risks

研究代表者

鶴 光太郎（Tsuru, Kotaro）

慶應義塾大学・商学研究科・教授

研究者番号： 8 0 3 7 1 1 7 8

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 3,300,000 円、（間接経費） 990,000 円

研究成果の概要（和文）：世界金融危機は、輸出を通じる「貿易リンケージ」と流動性資産保有を通じる「流動性チャンネル」の双方のチャンネルを通じて、輸出依存が高く、流動性資産の乏しい日本企業の株価と業績に大きな悪影響を与えた。一方で、株価と企業業績とで、双方のチャンネルの影響度に違いがあり、株価は「流動性チャンネル」の、企業業績は「貿易リンケージ」の影響が大きいことが分かった。雇用についても、輸出依存が高く、流動性資産の乏しい企業ほど派遣労働者の圧縮を行った。

研究成果の概要（英文）：We investigate the international transmission of the financial crisis in 2008-2009 to Japanese firms by examining both the stock price responses to the crisis events and the changes in operating performance subsequent to the crisis. Both the stock price responses and ex-post operating performance consistently indicate that the crisis hit Japanese firms through the trade and liquidity channels.

We also find that firms with a higher exporting ratio, a lower liquidity to asset ratio decreased their temporary agency worker ratio to a greater extent after the crisis. The result suggests that temporary agency workers serve as a buffer to demand shocks.

研究分野： 社会科学

科研費の分科・細目： 経済学・応用経済学・国際経済学

キーワード： 金融危機 国際伝播 企業業績 株価 イベントスタディ 派遣労働者

1. 研究開始当初の背景

サブプライムローン問題により始まった米国発の金融危機は、2008年9月のリーマンブラザーズの破綻により、瞬く間にグローバルな危機となり、国境を越えてその影響は伝播した。

サブプライムに関連した資産を保有していた米国外の金融機関も、金融資産価格の下落により深刻な影響を受けた。さらに、この危機による影響は資産価格の下落のみにとどまらず、世界中に広まっていった。

日本は、サブプライム資産関連の損失は相対的に小さかったものの、この期間の東証株価指数 (TOPIX) は、米国や欧州の株価指数と同程度まで下落した。また、鉱工業生産指数の下落や GDP 成長率の減少は、米国や欧州の値を超え、日本が最も大きな影響を受けていた。

2. 研究の目的

以上のような背景から、この世界金融危機が日本企業にも大きなマイナスの影響を与えたことが予想された。しかし、個別企業をみると、影響の受け方は必ずしも一様ではなく、企業の特徴によって異なっていたと考えられる。本研究では、ミクロレベル (具体的には、経済産業省の『企業活動基本調査』の個票や上場企業の株価) のデータを用いて、どのような日本企業が金融危機の影響を受けやすかったのか、危機の国際的波及効果について分析を行うことを目的とした。

3. 研究の方法

研究の方法は、二つに大別される。一つめは、世界金融危機の国際伝播の影響を、日本企業の株価の変化 (CAR: 累積超過収益率) を用いたイベントスタディと企業業績 (ROA と売上) の変化を観察することで分析する方法である。二つ目は、危機が日本企業の雇用に与える影響を分析する方法である。

(1) 金融危機が日本企業の株価、及び企業業績に与えた影響の分析

本研究では、この世界金融危機の国際伝播の影響を、日本企業の株価の変化 (CAR: 累積超過収益率) を用いたイベントスタディと企業業績 (ROA と売上) の変化を観察することで、どのような企業が今回の危機の影響を受けやすかったのかに注目し、分析した。

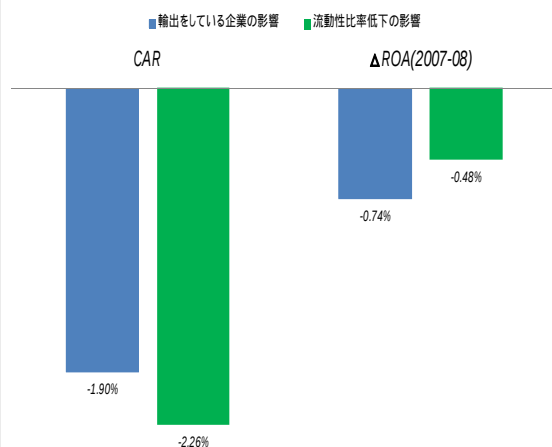
以下では、危機発生国の輸入需要低下による輸出減退効果 (所得効果) 危機発生国の為替が減価すれば、当該国の輸入が減退する一方、第三国向けでは当該国の輸出が為替減価で有利になることによる輸出減退効果 (価格効果) などをまとめて「貿易リンケージ」と呼ぶ。また、危機の影響を受けた投資家が株式や他の危険資産を投げ売りして流動性を得ようとすることによる効果、金融危機による流動性の枯渇、資本市場の麻痺などをま

とめて「流動性チャンネル」と呼ぶ。

本研究では、リーマン破綻 (2008/9/16) から不良資産救済プログラム (TARP) が公表される前 (10/10) までの期間 (18 日営業日期間) を分析期間とし、市場リスクを調整し計測した累積超過収益率 (cumulative abnormal returns : CAR) と、2007 年から 2008 年あるいは 2009 年までの ROA、売上の変化を被説明変数とした回帰分析を行った。

その結果、CAR の推計では、輸出ダミーの係数がマイナス、流動性資産比率がプラスとなった。これは、危機が「貿易リンケージ」「流動性チャンネル」の双方を通じて、企業株価に影響を与えていることを示している。また以下の図より、そのインパクトは、「貿易リンケージ」より「流動性チャンネル」の方が大きいことがわかる。

図：金融危機時の貿易リンケージと流動性チャンネルの影響度の量的比較



具体的には輸出をしている企業はそうでない企業と比べ、1.9%CAR が低下し、流動性資産比率が平均より 1 標準偏差低い企業は、1 標準偏差高い企業より、2.3%CAR が低下している。

企業業績 (ROA や売上高) の推計でも係数については、概ね CAR と同様の結果が得られた。しかしながら「貿易リンケージ」の方が「流動性チャンネル」よりインパクトが大きく、CAR の結果と量的な効果で違いがみられることが、上図よりわかる。具体的には、2007 年から 2008 年の分析では、輸出をしている企業はそうでない企業と比べ ROA が、0.7%低下している。一方、流動性資産比率が平均より 1 標準偏差低い企業は、1 標準偏差高い企業より、0.5%ROA が低下していることが示された。

(2) 金融危機が日本企業の雇用に与えた影響の分析

本研究では、負の需要ショックに対して、企業がどのように従業員構成を調整するのかを明らかにすることを目的としている。

この問いに答えるためには、需要ショック

を識別する必要があるが、これは容易ではない。なぜなら、雇用の構成や量の変化は、供給能力の変化を通じて売上に影響する可能性があるからである。そこで我々は、2008-2009 年の世界金融危機を、日本の輸出企業にとっての自然実験として活用する。世界金融危機は、世界的な景気の低迷と円高を通じて、日本の輸出企業の財に対する世界需要を大幅に減少させた。これを需要ショックとしてとらえ、その後の日本の輸出企業の雇用調整を分析する。

本研究では、従業員構成のなかでも、特に派遣労働者の変化に着目する。日本では欧州諸国などと同様、正規労働者の解雇は制度上、非正規（有期）雇用に比べてより難しく、グローバル金融危機の際日本では、正規雇用よりも非正規（有期）特に、派遣が大幅に減少する「派遣切り」が生じた。1990 年代以降、グローバル金融危機までの間、日本企業の有期雇用への需要は旺盛であり、景気後退時にも、非正規雇用の減少はほとんど見られなかった。

非正規雇用が減少したのは 1993 年から 1994 年の時期のみであり、1997～1999 年、2000～2002 年にかけての景気後退期においても正規雇用が減少しているにもかかわらず、非正規雇用は増加を続けてきた。特に派遣労働は、雇用者に占める割合は 2%程度であるが、直接雇用されている有期雇用の労働者よりも更に雇用調整が容易であり、また、2004 年から製造業務への派遣が解禁されたため、派遣労働は大きく拡大した。

一方、グローバル金融危機後においては、正規労働者よりも非正規労働者による調整が大きかった。労働力調査詳細推計で労働力調査ベースの雇用者を正規雇用と非正規雇用に分けると、2000 年代初頭は正規雇用の減少が目立ち、非正規雇用は増加を続けていたが、グローバル金融危機後 2009 年に入って非正規雇用は前年比で減少を続けた。

本研究では具体的には、輸出企業を対象に企業レベルでの派遣比率（雇用総数に対する割合）の変化が企業のどのような特性に影響を受けたかを検証した。推計の結果は以下の通りである。

第一に、輸出比率の係数はマイナスで有意であり、需要ショックが大きかった企業ほど派遣労働比率の低下が大きいことが示唆された。

第二に、流動性資産比率の係数はプラスで有意であり、流動性資産比率の高い企業ほど派遣労働比率低下は小さいことが示されている。これは、流動性資産と派遣労働が流動性ショックに対するバッファとして代替的であることを示すと考えられる。

第三に、危機前の派遣比率上昇幅および派遣労働比率の水準ともに、その係数はマイナスで有意であり、すでに派遣労働というバッファを積み上げている企業ほど、需要ショックに直面した後の派遣労働比率低下は大

きくなっている。

第四に、不確実性の影響を見ると、売上高伸び率の標準偏差の係数はプラスで有意であり、不確実性が高い企業ほど、バッファを保有するインセンティブが強まるため、需要ショックに直面した後の派遣労働比率低下は小さくなると考えられる。これらの結果は、派遣労働者が、需要ショックに対するバッファとして機能していることを示唆している。

4. 研究成果

3. 研究の方法（1）に示した「金融危機が日本企業の株価、及び企業業績に与えた影響の分析」からは、以下の政策的インプリケーションを提示することができる。

世界金融危機は、「貿易リンクージ」と「流動性チャンネル」の双方のチャンネルを通じて、日本企業の株価と業績に大きな影響を与えた。一方で、株価と企業業績とで、双方のチャンネルの影響度に違いがあり、株価は「流動性チャンネル」の、企業業績は「貿易リンクージ」の影響が大きいことが分かった。

危機後の企業業績（ROA や売上高）に注目すると、「流動性チャンネル」を通じた負の効果が小さくなっている点が指摘できた。

金融危機後、日本銀行は 2008 年 10 月に政策金利の誘導目標を 0.5%から 0.3%に、2008 年 12 月 19 日には 0.1%に引き下げ、市場への流動性の供給に積極的な姿勢を示した。また、コマーシャルペーパー（CP）の買い切りオペも実施した。これは危機により大企業が CP での調達に困難になり、銀行借入による資金調達を増やしたため圧迫されていた、中小企業への資金供給をサポートするものであった。こうした一連の金融緩和政策により、流動性が潤沢に供給されたことで、「流動性チャンネル（流動性資産比率）」の企業業績への負の影響が緩和されたとの解釈もでき、本稿の分析結果は当時の金融政策に対して一定の評価を下し得るものとなった。

また、3. 研究の方法（2）に示した「金融危機が日本企業の雇用に与えた影響の分析」の結果は先述の通りであるが、以下の表の通りに簡潔にまとめることができる。

表：推計結果のまとめ

被説明変数	派遣比率の変化(2007年度から2009年度)
輸出比率(対売上高)	- ***
流動性資産比率	+ **
派遣比率	- ***
派遣比率の変化幅	- **
ヴォラティリティ	- *

以上の結果より、派遣労働が需要ショックに対するバッファとして機能しているこ

とが示された。このことから、以下のような政策的提言が可能となる。

派遣労働者をある程度需要ショックのバッファとして活用することは企業の効率的な生産調整の観点から望ましいが、それが正規労働者の雇用調整が困難であることを理由に派遣労働者に過度の雇用調整の「しわ寄せ」が行われているとすれば問題である。「失業なき労働移動」を達成できるような正規労働者の雇用調整のあり方を検討していくことも重要な政策課題である。

また、企業におけるバッファ活用と派遣労働者の雇用安定を両立させるためには派遣元での雇用安定がポイントとなる。今通常国会（第186回国会）に提出された派遣法改正案では派遣元で無期雇用の場合は派遣先での期間制限が撤廃される見込みであり、派遣元での雇用契約の無期化を促進するという意味で、派遣労働者の雇用安定化が図られることが期待される。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕(計5件)

Hosono, K., M. Takizawa and K. Tsuru "International Transmission of the 2008 Crisis: Evidence from the Japanese stock market," RIETI Discussion Paper Series 11-E-050, May 2011 (査読無)

Hosono, K., M. Takizawa and K. Tsuru "Managerial Entrenchment and Anti-takeover Provisions in Japan" Seoul Journal of Economics, Vol.24, No. 3 pp.287-331, September 2011. (査読有)

滝澤美帆・鶴光太郎・細野薫 「企業のパフォーマンスは合併によって向上するか：非上場企業を含む企業活動基本調査を使った分析」『経済研究』第63号第1巻 2012年1月。(査読有)

Hosono, K., M. Takizawa and K. Tsuru, "International Transmission of the 2008-09 Financial Crisis: Evidence from Japan," RIETI Discussion Paper Series 13-E-010, February 2013. (査読無)

滝澤美帆・鶴光太郎・細野薫 「需要ショックと雇用調整 - 2008-09年グローバル金融危機の下での輸出企業の従業員構成変化 - 」 RIETI Discussion Paper Series 14-J-012 2014年2月。(査読無)

〔学会発表〕(計2件)

Hosono, K., M. Takizawa and K. Tsuru "International Transmission of the 2008 Crisis: Evidence from the Japanese stock market," APEA2011 Annual Conference, Pusan, Korea, June 2011.

Hosono, K., M. Takizawa and K. Tsuru "International Transmission of the 2008-09 Financial Crisis: Evidence from Japan," APEA2013 Annual Conference, Osaka,

Japan, June 2013.

〔その他〕

鶴光太郎（慶應義塾大学）ホームページ
http://www.fbc.keio.ac.jp/teacher/staff_list/tsurukoutarou/index.html

鶴光太郎（RIETI）ホームページ
<http://www.rieti.go.jp/users/tsuru-kotaro/>

細野薫（学習院大学）ホームページ
<http://www.gakushuin.ac.jp/univ/eco/professor/list/eco/hosono.html>

6. 研究組織

(1) 研究代表者

鶴 光太郎 (TSURU, Kotaro)
慶應義塾大学・商学研究科・教授
研究者番号：80371178

(2) 研究分担者

細野 薫 (HOSONO, Kaoru)
学習院大学・経済学部・教授
研究者番号：80282945